

# Protección Penal del Fideicomiso Financiero



(Enfoque de un sector del Mercado de  
Capitales y la Economía desde el Derecho  
Penal)

USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

**Maestría en Mercado de Capitales de la  
Universidad del Salvador**

Alumno: Dr. Julio César Báez.-

# **INDICE**

---

EL OBJETO DE LA TESIS .-

EL PLANTEO GENERAL DE LA INVESTIGACIÓN .-

OBJETIVOS INTERMEDIOS .-

MARCO CONCEPTUAL .-

EL PLAN DE OBRA.-



USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

## **CAPITULO I-**

### **INSTITUCIONES DEL MERCADO DE CAPITALAS.-**

I. INTRODUCCION: SOMERA REFLEXION ACERCA DE LOS  
PERFILES DEL MERCADO DE CAPITALAS

II. GENEALOGIA DEL REGIMEN: LA CREACION DE LA MONEDA  
COMO PASO PREVIO A LOS TITULOS DE DEUDA Y AL  
SISTEMA DE CONTROL DE LOS VALORES FINANCIEROS

II. A) EL REGIMEN NORMATIVO DE LOS ESTADOS UNIDOS

II. B) EL MERCADO ALEMAN

II. C) EL MERCADO JAPONES

II. D) GRAN BRETAÑA

II. F) EL MERCADO DE VALORES DEL REINO DE ESPAÑA

II. G) EL REGIMEN NACIONAL: LA COMISION NACIONAL DE  
VALORES

III. LAS BOLSAS DE COMERCIO

III. A) ANTECEDENTES

III. B) LAS FERIAS



USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

III. C) LAS LONJAS

III. D) LAS BOLSAS

III. D) I) LA BOLSA DE AMSTERDAN

III. D) II) LA BOLSA DE LONDRES

III. D) III) LA BOLSA DE PARIS

III. D) IV) LA BOLSA DE TOKIO

III. D) V) LA BOLSA DE MADRID

III. D) VI) LA BOLSA DE NEW YORK

III. D) VII) LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES

IV. LOS AGENTES DE BOLSA

V. MERCADO ABIERTO



## VI. ORGANOS COMPLEMENTARIOS

### VI. I. LA CAJA DE VALORES

### VI. II. CALIFICADORAS DE RIESGO

## **CAPITULO II. -**

### **EL FIDEICOMISO.-**

#### I. INTRODUCCION A LA FIGURA DEL FIDEICOMISO: BREVE RESEÑA HISTORICA

#### II. EL FIDEICOMISO DESDE UNA PERSPECTIVA ECONOMICA

#### III. REGULACION JURIDICA DEL FIDEICOMISO

#### IV. ELEMENTOS TIPICOS

#### V. CARACTERES DEL CONTRATO

#### VI. PARTES



## VII. SUPERPOSICION DE ROLES

### VII. A) FIDUCIANTE, BENEFICIARIO Y FIDEICOMISARIO

### VII. B) LA SUPERPOSICION DEL BENEFICIARIO

### VII. C) FIDUCIARIO Y FIDEICOMISARIO

## VIII. EL PATRIMONIO DE AFECTACION

## IX. DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LAS PARTES

## X. EL FIDEICOMISO FINANCIERO: PERFILES DE LA FIGURA Y LAS NORMAS DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES.-

## XI. LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION EN LA PROPIEDAD FIDUCIARIA Y LOS TITULOS DE DEUDAS

### CAPITULO III.-



CRIMINALIDAD BURSATIL. PROYECCION DE LAS  
RELACIONES ENTRE LA ECONOMIA, EL DERECHO PENAL ,  
EL MERCADO DE CAPITALES Y FRAUDES CON  
FIDEICOMISOS FINANCIEROS

I. EL DERECHO PENAL EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

II. LA REGULACION DEL MERCADO

III. CARACTERISTICAS DEL DERECHO PENAL ECONOMICO

IV. DELITOS DE CUELLO BLANCO

V. EL CRIMEN ORGANIZADO

VI. SELECTIVIDAD DEL SISTEMA PENAL Y MERCADO DE  
CAPITALES

VII. CORRUPCION Y ETICA EN LOS NEGOCIOS BURSATILES Y  
FIDUCIARIOS



VIII. EL LAVADO DE DINERO EN LOS NEGOCIOS BURSATILES  
Y FIDUCIARIOS COMO ELEMENTO DISTORSIVO DE LAS  
RELAS QUE REGULAN LA ETICA Y LA TRANSPARENCIA EN EL  
MERCADO DE CAPITALES

IX. EL FIDUCIARIO FINANCIERO COMO EJE CENTRAL DEL  
CONTRATO Y LA RESPONSABILIDAD PENAL DE LAS  
PERSONAS JURIDICAS

#### **CAPITULO IV.-**

### **LA UNICA NORMA ESPECIFICA QUE PROTEGE AL FIDEICOMISO: LA DEFRAUDACION FIDUCIARIA.-**

I. INTRODUCCION

II. EVOLUCION HISTORICA DE LA ESTAFA EN EL DERECHO  
NACIONAL .-

III. LA ESTAFA GENERICA: CONCEPTO. TRATAMIENTO  
DOCTRINARIO Y BIEN JURIDICO PROTEGIDO



## IV. LOS ELEMENTOS DE LA ESTAFA

### IV. I. EL ARDID O ENGAÑO

#### IV.I. I. IDONEIDAD DEL ARDID

#### IV. I. II. LA SIMPLE MENTIRA

#### IV. I. III. NEGLIGENCIA DE LA VICTIMA

#### IV. II. I. EL ERROR

#### IV. II. II. RELACION DE CAUSALIDAD ENTRE ENGAÑO Y ERROR

#### IV. II. III. LA DISPOSICION PATRIMONIAL

## V. EJEMPLIFICACION NORMATIVA DEL ENGAÑO

### V. I. NOMBRE SUPUESTO

### V. II. CALIDAD SIMULADA Y FALSOS TITULOS

V. III. INFLUENCIA MENTIDA. SU RELACION CON EL ART. 173  
INC. 10º DEL CODIGO PENAL

V. IV. ABUSO DE CONFIANZA

V. V. APARIENCIA DE BIENES, CREDITO, COMISION, EMPRESA  
O NEGOCIACION

VI. CONSUMACION Y TENTATIVA DE ESTAFA

VII. A) LA NORMA ESPECIFICA: LA DEFRAUDACION  
FIDUCIARIA

VII. I. CARACTERISTICAS GENERALES DE LA FIGURA.  
UBICACIÓN SISTEMÁTICA. EL TIPO PENAL

VII. II. ANTECEDENTES

VII. III. EL BIEN JURIDICO- PENAL- TUTELADO

VII. IV. EL ABUSO DE CONFIANZA

VII. V. ACCIONES TIPICAS

VII. VI. EL FRAUDE A LOS DERECHOS DE LOS  
COCONTRATANTES

VII. VII. EL OBJETO SOBRE EL QUE RECAE LA ACCION

VII. VIII. EL SUJETO ACTIVO: EL PROBLEMA DE LA  
RESPONSABILIDAD PENAL QUE ASUME LA ENTIDAD  
FIDUCIARIA

VII. IX. EL SUJETO PASIVO

VII. X. EL TIPO SUBJETIVO

VII. XI. CONSUMACION Y TENTATIVA

VII. XII. AUTORIA Y PARTICIPACION

VII. XIII. COMPETENCIA

VII. XIV. RELACION CON OTROS DELITOS



## **CAPITULO V.**

### **UNA NORMA AUSENTE: EL INSIDER TRADING.-**

I. GENEALOGIA DEL “TRAFICO DE INFORMACION”

II. EL BIEN JURIDICO PROTEGIDO

III. EL CONCEPTO DE “INFORMACION PRIVILEGIADA”

IV. ¿QUIÉN ES UN “INSIDER TRADING”?

V. BREVE ENUNCIACION DEL DERECHO COMPARADO

VI. CONCLUSION: LA NECESIDAD DE CRIMINALIZAR EL  
“INSIDER TRADING”



USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

## CAPITULO VI . -

### DEMOSTRACIÓN DE LA HIPÓTESIS .-

### BIBLIOGRAFIA



USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR



## **EL OBJETO DE LA TESIS .-**

El objetivo de la presente tesis consiste en compatibilizar las relaciones que existen entre el derecho penal, la economía y el mercado de capitales, así como también la protección criminal que se le brinda a la actividad bursátil en general y, particularmente, aquella que se perfecciona mediante el imperio de los fideicomisos financieros.-

## **EL PLANTEO GENERAL DE LA INVESTIGACIÓN.-**

La presente investigación gira en torno a un campo empírico, poco explorado, lleno de ambigüedades e intersecciones, que ve la luz a poco que se conjuguen diferentes variables que se entrecruzan en las relaciones que germinan de la interacción constante entre el derecho penal y la economía.-

No nos pasa inadvertido que el mercado de capitales se inserta como un derivado del sistema económico – como un subtipo de aquél - lo que nos lleva a predicar que, en una relación de género a especie, los mismos aspectos que permanecen en la penumbra en la relación entre el derecho penal y el la economía se reeditan, con sus especificidades, en la relación del primero con el mercado de capitales.-

La criminalidad de la empresa ha nacido como una novedosa rama dentro del derecho penal económico; creemos que, con una ecuación semejante, la realidad hogaño podría hacer ver la luz un derecho penal del mercado de capitales, *en el que cobra vida los injustos que se llevan a cabo con la modalidad de contratación mas utilizada en el mercado de valores : el fideicomiso financiero* .-



No nos parece razonable, ni prudente, adoptar en forma automática el derecho penal de la empresa – que también participa del derecho penal económico - a la actividad del mercado de valores , pues las características que amalgaman a la actividad bursátil si bien se enderezan, al igual que la actividad empresarial, a la obtención de una tasa de beneficio – como la gran mayoría de las actividades humanas– posee un régimen de actuación que conjuga caracteres

de derecho público y de derecho privado merced a la necesidad del Estado en controlar una actividad de importancia como es la que se desarrolla en las bolsas de comercio y en los mercados de valores.-

La dinámica del régimen de oferta pública y de los valores negociables que se comercializan, tanto en los recintos bursátiles, como fuera de ellos, nos lleva a interrogarnos acerca de suficiencia de las previsiones del derecho criminal de la empresa para aprehender posibles conductas disvaliosas que proliferan en este sector particular de la economía.-

Los programas de criminalización primaria son un poderoso instrumento de control social; el carácter expansivo del mercado de capitales y , particularmente de los fideicomisos financieros que en sus entrañas se gestan, han hecho ver la luz a la existencia de conductas que colisionan con el orden normativo generando una proyección de la voluntad represiva del estado que anhela tutelar bienes jurídicos.-

Es precisamente esa prolífica actividad las que nos introduce en nuevos terrenos y la clásica tutela penal - que abrazaba,

básicamente, bienes individuales – ha resultado insuficiente o inadecuada ante la aparición bienes suprapersonales y difusos, como es la transparencia en la construcción del contrato de fideicomiso financiero que se instrumenta en el mercado de valores.-

Es posible delinear ese campo empírico a partir del primitivo concepto de criminalidad empresarial y del variado despliegue teórico que le sucedió, pero no nos parece atinado implantar, en forma automática, los menester de aquella actividad a los crímenes que se cometen mediante la utilización de los fideicomisos financieros.-

El crimen bursátil, particularmente los que se perfeccionan con la intervención del fiduciario financiero, poseen elementos diferenciadores del crimen empresarial clásico.-

Por otra parte, en un tarea más sencilla, es fácil distinguir la criminalidad bursátil de la convencional ( que es el perno de la selectiva política criminal del Estado ), pues constituyen campos independientes, con fronteras nítidamente definidas, donde ésta última aparecería como el estigma de la punción penal a la vez de

verse ausente de represión o , al menos, presentando un palmario déficit de sanción.-

La aparición en nuestra realidad normativa del injusto bursátil, *particularmente los que son objetos de estudio en la presente que son los que se llevan a cabo con el auxilio de los fideicomisos financieros*, conjuga una serie de preocupaciones que se corresponde con la “ inflación “ de tipos penales, que se superponen con cuestiones administrativas, a la vez que la dogmática tradicional ( que ha construido a la teoría del delito como una teoría de la imputación individual ) comienza a ensayar un camino sinuoso – enervado de escollos – cuando intenta criminalizar el delito de la corporación siendo que el mercado de capitales se nutre de las formas asociativas básicas y su quehacer diario, tanto lícito como ilícito, *es llevado a cabo con el auxilio de las personas jurídicas.-*

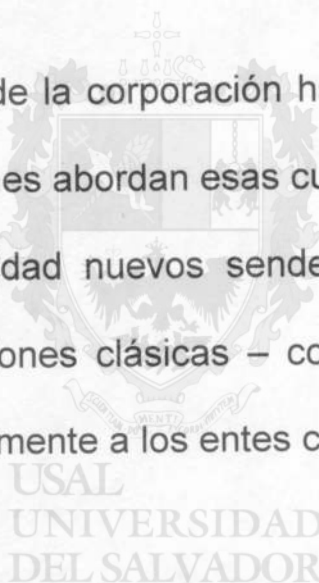
La actividad bursátil descansa en la confianza y la transparencia del sistema como panoplia elemental para que los acumuladores de excedentes y los inversores privados o institucionales que desean confiar su flujo de líquidos al sistema, encuentren un marco de



normativo y de actuación de los operados del sistema que se ajuste a cánones de una refinada transparencia.-

Los mercados bursátiles son absolutamente permeables a oscilaciones de diferente entidad y, es allí, donde encontramos un nuevo escollo que se traduce en logro un punto de equilibrio en las relaciones la ya mentada “ inflación de cuestiones penales “ con la protección de los intereses individuales y colectivos .-

La responsabilidad penal de la corporación ha despertado más de un dolor de cabeza a quienes abordan esas cuestiones dogmáticas, pese a que en la actualidad nuevos senderos – que ahora se bifurcan de las construcciones clásicas – comienzan a perfilar la posibilidad de expiar penalmente a los entes colectivos.-



La existencia de los delitos propios de omisión, el desarrollo de estructuras dogmáticas tales como el garante del bien jurídico protegido, la responsabilidad por el hecho de otro, la introducción de riesgos , las violaciones a los roles adjudicados a una persona que genera su autopoiesis en el marco del sistema social, como posible presupuesto de la responsabilidad penal son algunos de los lineamientos básicos que nos lleva a desarrollar esta tesis que

apunta, fundamentalmente, a abrir nuevos surcos en la política criminal del Estado puesto que, pese al aumento constante y sostenido de la contratación con fideicomisos financieros, la jurisprudencias y la literatura jurídica nacional ha permanecido ha permanecido al margen de este movimiento.-

Creemos que el resultado o demostración final ha de amalgamar en sus entrañas un punto de partida que no apontoca en un anhelo de cincelar ideas irrefutables; por el contrario, *tratándose de un campo poco explorado hasta el presente en el derecho represivo nacional - como el derecho penal del mercado de capitales y, específicamente, los delitos que se direccionan mediante el empleo de fideicomisos financieros* - entendemos que este desarrollo puede ser el punto de marcos de discusiones futuras e incluso de perfeccionamientos ulteriores que recibiremos con beneplácito .-

Desde esa óptica, a modo de adelanto, el derrotero de nuestra empresa intelectual se endereza a demostrar que :

a) El derecho penal se ha enquistado en el mercado de capitales al regular criminalmente las conductas delictiva que se llevan a cabo mediante el empleo de fideicomisos financieros.-

b) El marco normativo en vigor es insuficiente para tutelar dichas conductas disvaliosas imponiéndose la creación de nuevos tipos penales para llevar adelante la política criminal del Estado que se conforma solamente con la represión del delito convencional o callejero.-

Este terreno nos obliga a encarar el estudio (algunos con mayor desarrollo; otros en forma menor) de las relaciones del derecho penal con la economía; la competencia penal del estado; algunas instituciones del mercado financiero; los intervinientes en la oferta pública; las particularidades del contrato de fideicomisos y, especialmente, los financieros que se gestan en los claustros mismos del mercado de deuda; las características de los delitos de económicos y los alcances de los injustos fiduciarios que vieran la luz mediante la reformar de la ley 24.441 que crea una norma de derecho criminal son , en prieta síntesis , los temas en el que descansa el plan de obra que apontoca en nuestra demostración final.-

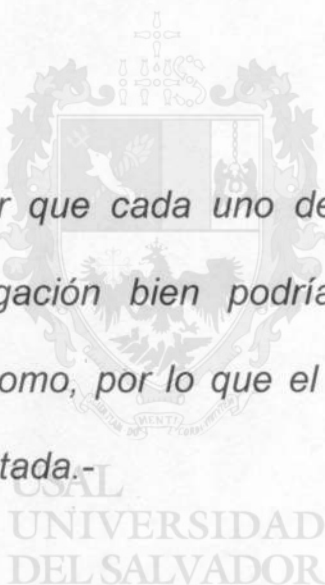
También señalaremos conductas ausentes de represión criminal en nuestro orden jurídico y las falencias que muestran la política

criminal del estado en materia de protección del orden económico, del mercado de capitales y de los fideicomisos financieros.-

## **OBJETIVOS INTERMEDIOS.-**

El presente trabajo no se endereza hacia un abordaje minucioso del mercados de deuda .-

*También es dable señalar que cada uno de los tópicos que se abordan en esta investigación bien podría ser objeto de un desarrollo integral y autónomo, por lo que el abordaje de ellos se realizará en forma fragmentada.-*



No obstante aquello, a efectos de asumir una postura integrista respecto de la demostración final de la hipótesis, se impone el abordaje, en aquéllas condiciones, de la evolución del comercio y la moneda - para lo cual se han de reeditar algunos conceptos que ya expusiera en oportunidad de defender mi tesina “ Dinero, Precios y Banca Central “ que defendiera en ocasión de recibirme de



*Magister en Derecho Económico, en el año 2004, en la Universidad del Salvador* - así como también el derrotero de la actividad bursátil, una somera comparación con los sistemas comparados, el análisis del contrato de fideicomiso para luego penetrar en la criminalidad que se gesta en las entrañas mismas de los mercados de valores.-

En un segundo nivel de análisis, se ha de auscultar la única norma específica que aborda el crimen fiduciario, a la sazón, la defraudación fiduciaria prevista en el art. 173 incº 12 del Código Penal y una modalidad criminal que, curiosamente, se halla ausente en la ley represiva : el “insider traiding”.-

También, como dijéramos, se delimitan algunas conductas no reguladas por la legislación represiva nacional.-

Si bien el nudo de esta tesis, como adelantara, conduce a demostrar acerca de la interrelación entre el derecho penal, la economía y el mercado de capitales así como también la insuficiencia legislativa para la debida protección de la actividad que se lleva mediante fideicomisos financieros y los defectos y ausencias que encuentra la política criminal del estado para su



debida prevención y represión la cual se enmarca en la selectividad estructural que es el perno de la misma, es imposible abstraernos de algunas cuestiones intermedias que hacen necesariamente a la homogeneidad del trabajo.-

## **MARCO CONCEPTUAL .-**

Para darle cuerpo a la investigación, se abordaran los precedentes jurisprudenciales y las opiniones de los diversos autores que se han expresado en los diferentes temas que abordamos imponiéndose la cita de los numerosos trabajos anteriores de mi autoría que se han publicado en las revistas y libros de la especialidad donde ya habíamos abordado algunos de los temas que hoy reeditamos en forma ampliada y remozada.-

## **EL PLAN DE OBRA.-**

Capitulo I. Instituciones del Mercado de Capitales .-

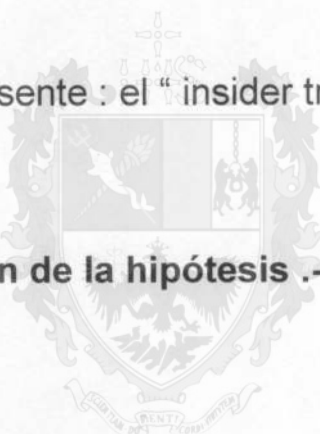
Capítulo II . El Fideicomiso Financiero.-

Capítulo III. Perfiles criminales de la actividad bursátil y de los fraudes con fideicomiso financiero.-

Capítulo IV : La única norma específica que tutela al fideicomiso : La defraudación fiduciaria. -

Capítulo V : Una norma ausente : el “ insider traiding “.-

**Capítulo VI. Demostración de la hipótesis .-**



USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

## CAPITULO I .-

### **INSTITUCIONES DEL MERCADO DE CAPITALS .-**

#### **I.- Introducción : somera reflexión acerca de los perfiles del mercado de capitales.-**

El sistema financiero de una Nación <sup>1</sup>se conforma del conjunto de instituciones, medios y mercados, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit hacia los prestatarios o unidades de gastos con déficit<sup>2</sup> .-

La función primaria de aquél es generar un marco de negociación entre los oferentes de activos financieros - ávidos de munirse de instrumentos que le permitan generar emprendimientos - y los poseedores de excedentes que desean canalizar ese ahorro en aras de obtener del mismo una tasa de beneficio.-

---

<sup>1</sup> Concebido en forma global.-

<sup>2</sup> Camerini, Marcelo “ Mercado de Capitales “ pag. 26 .-

Enfocado el tema desde el prisma del sistema de economía capitalista de acumulación privada (S.E.C.A.P.), el financiero cumple la función de ser la vía idónea para concentrar a los oferentes y a los demandantes de activos financieros. A mayor abundamiento, los mercados financieros serían – en un primer nivel de análisis – el lugar físico donde concurren los oferentes (ahorristas e inversionistas) y los tomadores de recursos financieros; estos se rigen por las leyes universales de la oferta y la demanda que producto de la interacción de ambas variables se fijan los precios de los activos financieros.-

A diferencia de otros mercados donde concurren compradores y vendedores, en el mercado de capitales, las partes no negocian “face to face” sino que, por el contrario, las tratativas propiamente dicha reposan en los denominados intermediarios financieros que no son otra cosa que profesionales en la materia que, en forma individual o unidos como empresas organizadas, interactúan en la colocación o en la venta de valores transables.-

Señalan Villegas y Villegas<sup>3</sup> que existen sendas divisiones dentro del mercado financiero el cual no debe ser considerado como un mercado único. –

En lo que al tema interesa, cuadra apuntar, que sorteado el primer desdoblamiento entre mercado de dinero y mercado de capitales – según la cercanía o lejanía de la exigencia de la deuda que se coloca o se toma- el de capitales ( *que es el que nos interesa a los fines de este estudio*) está constituido por mercado bursátil y extrabursátil, aun cuando se reconozcan la existencia de otras subdivisiones, a la sazón, el mercado de deuda pública, de derivados (bonos, opciones, futuros, swaps, etc ) . Incluso – prosiguen estos autores – es dable señalar la existencia de un mercado primario y un secundario. El primario en el que los valores son ofertados “ por primera vez “ por emisores de deuda y los secundarios los cuales circulan libremente por las manos de diferentes inversionistas.-

---

<sup>3</sup> Villegas Carlos Marcelo – Villegas, Carlos Gilberto “ Aspectos legales de las finanzas corporativas “



Lo dicho hasta el presente no es óbice para mantener incólume la división primaria del mercado financiero en mercado de dinero y de mercado de capitales.-

Insistamos con esto: el mercado de dinero se caracteriza en que la oferta y la demanda financiera reposa en activos de corto plazo, bajo riesgo y alta liquidez. Por el contrario, el mercado de capitales su característica distintiva se nutre en que la negociación de activos es de mediano y largo plazo.-

La participación de los inversores en el mercado de capitales se efectúa por intermedio de los “Brokers” y los “Dealers”.-

El “Broker” se limita a acercar a la parte compradora con la vendedora de los valores que se cotizan en la bolsa de comercio; su remuneración se liquida en función de comisión. Opuestamente a ello, los “Dealers”, asumen un riesgo de actividad pues su tasa de beneficio surge de la diferencia entre la compra y la venta de los títulos. -

Bien dice Bruno<sup>4</sup> que en el marco de la globalización las entidades demandantes de capital ( o emisores ) ya sean públicos o privados financian sus diversas actividades mediante la emisión de títulos valores de deuda y de capital que son colocados o distribuidos, por lo general, por bancos de inversión o por los “ brokers-dealers”.-

Por otra parte, el artículo 17 de la ley 17.811 establece el objeto del contrato que no es otro que los títulos valores emitidos en masa. -

De aquello se desprende que los valores transables en las bolsas de comercio y en los mercados de valores son acciones, valores fiduciarios, obligaciones negociables ( convertibles o no ) títulos públicos, ceaders etc. Asimismo, nos recuerda Paolantonio<sup>5</sup>, que las entidades financieras pueden participar en el mercado de capitales no sólo emitiendo títulos de deuda o acciones sino también mediante su actuación como integrantes del Mercado Abierto Electrónico o como agente de bolsa o mediante las sociedades de bolsa.-

---

<sup>4</sup> Aspectos legales del mercado de capitales L.L.2001-E-1190 .-

<sup>5</sup> “Operaciones financieras internacionales “ pág.31. También : Verchik, Ana “ Mercado de Capitales “T .I pag. 105. -

Ahora bien, de la somera enunciación de las actividades que se lleva a cabo en el mercado de capitales ( lejos estamos de pretender agotar el tema ) fácil es concluir que, por la naturaleza misma de la actividad, pueden ver la luz diferentes injustos que conmueven la “ ultima ratio “ y que atentan contra el normal funcionamiento del mercado de captación de ahorros.-

Dicho extremo, ha persuadido al legislador a sancionar normas criminales específicas en aras de proteger la transparencia en las negociaciones de un mercado - por demás sensibles - como es el de capitales donde una de sus características cardinales reposa en la confianza que se deposita en toda la negociación de títulos que se negocian en el mercado <sup>6</sup>.-

USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Desde ese mirador, nos apresuramos a señalar que son innúmeras las modalidades de contratación y las figuras contractuales que proliferan en el mercado de valores, imponiéndose señalar que abordaremos el contrato de fideicomiso – mas precisamente los

---

<sup>6</sup> Báez, Julio C “ Facultades de la Comisión Nacional de Valores para intervenir como querellante” L.L. 22/12/2005; Báez, Julio C. “ ¿ Agiotaje en el mercado a término ? “ en L.L. Revista de doctrina, jurisprudencia y legislación de “Impuestos “ N° 13, julio del 2006, pag 1679.-

ribetes compatibles que el mismo posee con el derecho penal - pues no sólo es un contrato de gran utilización en los ámbitos bursátiles sino que, ante el prolífico desarrollo enunciado, el legislador ha sancionado una norma específica<sup>7</sup> en aras de reprimir al fiduciario procaz cuando la conducta de éste se corresponde con las disposiciones de la “ultima ratio”.-

## **II.- Genealogía del régimen: la creación de la moneda como paso previo a los títulos de deuda y al sistema de control de los valores financieros.-**

En los albores del comercio humano, y una vez introducida la división del trabajo, los hombres empezaron a percibir los beneficios que podrían obtener como colofón del intercambio de bienes que llevaban al mercado. No obstante ello, el número de operaciones era limitado.-

La ausencia de un patrón de cambio común impedía la agilidad y el volumen de las transacciones. Por consiguiente, los individuos tenían en cuenta en sus intercambio el valor de uso de los bienes.

---

<sup>7</sup> El art. 173 inciso 12 del C.P. .-



Por ello, las operaciones se limitaban a aquellos casos en los que los bienes que disponía un sujeto tenían para el menor valor económico de uso del que poseía otros sujetos, mientras que para este segundo ocurría lo contrario.-

El producto del trabajo propio lejos está de suministrar a los hombres tantas cosas como necesita. Para brindar adecuada cobertura a aquellas el mismo debe concurrir al mercado (ente ideal donde se realizan las transacciones) y permutar o cambiar la porción sobrante del producto de su trabajo que excede al consumo.-

Con anterioridad a la creación de la moneda, las transacciones que se efectuaban, amén de ser escasas, se volvían complicadas.-

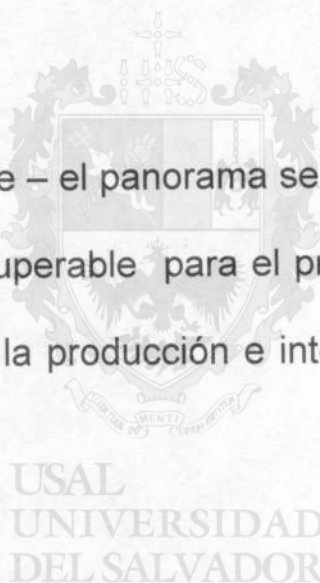
Rara vez se daba el caso que una persona posea un bien que tenía para ella menos valor de uso que el bien que posee otra y que, a su vez, esta piense lo contrario. Mas raro aún era que ambas voluntades convergieran. Por ejemplo, el vendedor de pan albergaba mucha más cantidad de aquella que podía consumir. Quien vendía pescado deseaba comprar parte de aquel pan. Pero



si aquel no deseaba pescado ninguna permuta podía efectuarse entre ellos.-

Otra discrepancia, que truncaba la operación, se exteriorizaba cuando el vendedor de pan considerara excesivo el valor del pescado y , una vez más, la permuta se malograba. Para que esa operación se llevara a cabo debía aparecer un tercer sujeto que moderaba entre las necesidades del panadero y el expendedor del pescado.-

Trazado así – módicamente – el panorama se avizora una dificultad práctica y virtualmente insuperable para el proceso evolutivo de la división del trabajo y para la producción e intercambio de bienes y servicios.-



La meta final del esfuerzo económico es brindar respuesta a las necesidades humanas. Es por ello que permutan las mercancías quienes producen bienes que tienen valor de uso. Va de suyo, que estas anomalías que cimentaban las transacciones humanas hacían ver la luz a bienes que tenían una mayor aceptación, por este “precario” mercado, con relación a otros.-

También, y a la luz de la evolución de la historia del hombre, vemos que el mismo es ontológicamente acaparador ( acumulador voraz de excedentes ) por lo cual los bienes que estos que poseían y que tenían mayor aceptación en el mercado lograban una desigual permuta respecto de otras – valiosos por si mismo - pero que se depreciaba en función de los primeros.-

En el alba del comercio fácil es inferir que uno de los bienes transable por excelencia era el ganado.-

Dado que las partes útiles del mismo abastecen la alimentación de un individuo se impone señalar que la oferta del mismo será de rápida aceptación por los consumidores.-

Por efecto directo del aumento de la demanda, el dueño del ganado cambiaba las cabezas que lo componen por un volumen, en relación, menor de los otros bienes que con el permutan. Si los agentes que van al mercado no desean cambiar este bien básico para mantener una adecuada alimentación han de tener un comportamiento poco económico ya que no va a poder paliar sus necesidades directas.-

El interés económico de cada uno de los agentes de la economía se cimentaba en la necesidad de alcanzar ventajas individuales.-

Cuando se permutan unas mercancías por otras, aún un cuando ese contrato no se enderece a dar una satisfacción instantánea, aquella finalidad se ve patente, por fuera de la falta de uso inmediato.-

Hemos señalado las dificultades práctica y lo nocivo para el desarrollo comercial y el crecimiento sostenido la eternización del trueque como medida de cambio para las transacciones comerciales.-

Fue así que se impuso en el razonamiento de los hombres y de los estados la preferencia de usar metales como medida de cambio de las mercancías que llevaban al mercado en razón que, por fuera de agilizar las operaciones, se trataba de un material no perecedero , podía ser dividido sin menoscabo del numero de partes total del mismo. Además, el metal poseía la ventaja de ser fácilmente liquidable lo cual facilita su proceso de circulación.-

Todo esto este derrotero - que necesariamente ha de concluir en la creación del dinero - vio la luz sin la coerción del monopolio estatal o de una decisión legislativa. Muy por el contrario, aquél nació bajo el poderoso influjo de la costumbre habida cuenta que en la medida que aumenta la cultura económica un cierto número de bienes en razón de tiempo, lugar y de mayor capacidad de venta son aceptados por todos en las operaciones de intercambio y pueden, a su vez, intercambiarse con otras mercancías.-

A dichos bienes los germanos los llamaron geld ( dinero ) palabra que deriva de gelten ( valer , tener, validez , ser válido).-

Entonces vemos que las diferentes naciones comienzan a reemplazar el trueque primario por metales. Por ejemplo , en la antigua Esparta , el hierro fue el instrumento de cambio.-

El cobre hizo lo propio en el imperio romano usando primero barras tosca sin cuño ni sello hasta que en la época de Servio Tulio aparecen las monedas acuñadas.-

No todo era un mar de rosas para el empleo del metal; surgieron inconvenientes. La incomodidad de pesarlos, sin duda, atentaba



contra la fluidez de las operaciones. Una mínima diferencia en el peso del metal hacía variar en forma ostensible su valor. Ello se ve particularmente en el oro, a diferencia de otros metales más baratos, en los cuales una pequeña variación en el peso poco o nada incidía en el precio. Estas circunstancias vieron germinar verdaderos abusos comenzando la comunidad económica a pensar en la creación de un patrón común con un sello publico que tarifara las convenciones que se efectuaban.-

Comienza a nacer la figura de la moneda acuñada y ve forma el proceso por el cual determinados bienes se convierten en dinero.-

Surge también otro fenómeno – con ribetes similares a la realidad de hogaño– por el cual el intercambio de mercancías con escasa capacidad de venta por otras cuya capacidad de venta es mayor favorece de todos los implicados.-

Sin mayores dificultades se ve que algunas mercancías se colocaban a la vanguardia, tenían mayor aceptación para la vida comercial las cuales, por fuera de depreciar a las otras colocan a sus tenedores en el pináculo del mercado.-



Emerge así la moneda acuñada y nacen, también, los establecimientos que monopolizan en forma uniforme la emisión monetaria . Pero, insistimos, el dinero no es una invención estatal ni una elaboración lucubrada por la entelequia del legislador. La sanción o aprobación por parte de la autoridad es una relación dialéctica posterior ajena a la evolución del derrotero del dinero.-

El hecho que algunas mercancías alcancen la categoría de dinero y la aparición de éste como medida de cambio común aparece con antelación a la formal consagración de las agencias estatales. Tampoco el dinero surge como consecuencia de un pacto de los agentes económicos.-

Reemplazado el trueque como patrón de cambio, los gobiernos asumieron la prerrogativa de suministrar dinero. En antaño, dicha prerrogativa se reducía a la acuñación de monedas de oro, plata o cobre. Esta facultad se vinculaba íntimamente con el concepto de soberanía.-

Al amparo de las ideas de Juan Bodino comenzó ha desarrollarse el concepto de soberanía cómo abarcativo de la facultad de acuñar moneda. Estas sirvieron como símbolos de poder ya que, al igual

que en la bandera, aparecía en la figura del soberano. No siempre la política monetaria fue concebida en forma análoga a su actualización actual. En un principio, la actividad monetaria del estado, no fue emitir moneda sino certificarla. Es decir, que el Estado debía cotejar lo concerniente a la ley de los materiales que se utilizaban universalmente como dinero.-

Durante la edad media el panorama cambia sustancialmente ya que los gobiernos a cambio de recaudar tributos asumieron la función de emitir y distribuir “papel moneda”. En su obra “Introducción a la Economía” señalan John Kenneth Galbraith y Nicole Salinger que la acuñación de las piezas de metal se convirtieron rápidamente en el privilegio de los soberanos. Añaden, que remontándonos a los tiempos modernos fue en China el primer lugar donde se tuvo la idea de emitir papel moneda en sustitución de las piezas de metal. Luego se descubrió que era posible emitir billetes en exceso en relación con el metal en depósito. La única limitación a la libre emisión estribaba en que todos los tenedores de los billetes no fueran al mismo tiempo a cambiar éstos por metal. El valor de la moneda se basa en la confianza que se le acuerda. Los billetes excedentarios iban a aumentar la masa monetaria y servían para pagar los gastos y las deudas de los gobiernos con igual validez

que el oro y la plata. Para los estados escasos de dinero este era una fuente de fondos infinitamente mas popular que recaudar impuestos; aún cuando, de manera invertida, se señala que la primera moneda ha sido la acuñada por los reyes de Lidia en el siglo IV antes de Cristo .-

Ya avanzado en el tiempo - promediando la modernidad - la revolución industrial produjo la transferencia de la actividad mercantil desde los predios rurales hacia los centros urbanos; esta transformación no sólo se vio imbuida de contornos económicos sino que se encontró abigarrada de patrones culturales puesto que el concepto de civilización se emparentó con la actividad de la urbe, a la vez que lo anacrónico era representado por realidades negativas de las estructuras socio culturales de signo agrario.-



De esa forma el auge del industrialismo, que combinaba aquellas dos variables que se entrecruzaban, originaría un desarrollo migratorio de las poblaciones rurales hacia los centros industriales lo que erigía la preeminencia de los círculos urbanos sobre el campesinado, pero, a su vez, la efectiva modalidad capitalista - propia de esta etapa del rosicler industrial - tuvo su impulso y desarrollo a instancia del apoyo de grupos financieros donde el

auge de los núcleos bancarios y bursátiles fue la panoplia del cambio sobre el predominio agrario. Esa mutación de factores fue el simiente de lo que hoy conocemos -perfeccionado desde luego - como sistema capitalista.-

A la par de ese desplazamiento de la actividad productiva desde los predios rurales hacia los centros urbanos y el auge de las transacciones, generó en la empresa la necesidad de munirse de fondos para generar emprendimientos; esa situación se vio auxiliada mediante la colocación de deuda en el mercado ( que se emitían mediante títulos representativos de ellas ) práctica que fue reeditada por el propio estado mediante la colocación en el mercado de diferente tipos de bonos que emitía; tales extremos, persuadieron al legislador a regular un ente de derecho público estatal, con facultades sancionatorias, dotado de instrumentos idóneos para mantener la transparencia de los mercados de valores.-

La creación de un ente de superintendencia de la actividad bursátil es un fenómeno que se advierte a poco que se compulse la legislación comparada y se observe el derrotero del marco bursátil.



Siguiendo a Beltrán <sup>8</sup>se pueden distinguir tres grandes etapas en el derrotero de la regulación del mercado de capitales .-

La primera de ellas, denominada “liberal”, comprende desde los inicios de la actividad bursátil hasta el primer tercio del Siglo XX; el rotulo de liberal se superpone con la ideología dominante para la época, en cuanto a la libertad de empresa, de comercio, de propiedad privada, libertad contractual. Estas variantes de la libertad, como factor de libre autodeterminación, se canaliza en las plenas potestades de emisión de títulos y, siguiendo la matriz ideológica de la época, se destaca la ausencia de normativa específica que cobije este tipo de operaciones .-

USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

La segunda etapa, germina al sol de la crisis de 1930<sup>9</sup>; recordemos la magnitud del estallido operado en la bolsa de Nueva York y los efectos deletéreos que tuvo para la economía mundial el “ crac ”

---

<sup>8</sup> Beltrán, Luis de Carlos “ Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y ventas de Valores negociables “ págs. 73.-



registrado, lo que obligó a las autoridades a repensar un régimen de intervención estatal en aras de paliar los efectos nocivos de las “corridas” bursátiles o cambiarias.-

Dicho período, se puede identificar como “intervencionista”, donde los Estados aplicaron una política de “mano dura” dictando regulaciones que llegaron al extremo de normativizar el control de cambios y un férreo ejercicio en la facultad administrativa en cuanto a la autorización y suspensión para intervenir en el mercado bursátil e inspección sobre las comisiones que se percibían.-

El tercer período Beltrán lo denomina “período neoliberal” que se abigarra con la aparición en la década del 60, del “Euromercado” y con el comienzo de la mundialización de los mercados de capitales y por el resurgimiento amplificado de la libre circulación de capitales, prestación ampliada de servicios financieros, libertad de emisión de valores, etc..-

---

<sup>9</sup> Ver respecto de la crisis de 1929, Preciado, Juan José “El crac del 29 y la protección de los inversores bursátiles en Informe Bursátil del mes de Mayo del 2005 publicado por el Instituto de Mercado de Capitales de la U.S.A.L.”

Por otra parte, tres conceptos que se recogen en la vida financiera diaria adquieren relevancia en este tramo: “ globalización del mercado de capitales”, “desregulación de los mercados financieros “ y “ securitización “ ; estos conceptos se amalgaman en una tendencia financiera de hogaño que se resume en transformar flujo futuro de fondos en valores negociables .-

Si tenemos que identificar uno de los tres períodos con la realidad actual concluimos que la tercera etapa es la que recorre territorios comunes con ésta; la desregulación de los mercados financieros se corresponde con la eliminación a la restricción a la libre competencia y a la eliminación de tipo intervencionista aún cuando se imponga mencionar que cobra relevancia la existencia regulatoria tuitivas de los inversores.-

Seguidamente analizaremos algunos marcos normativos internacionales, *además de la legislación nacional*, siguiendo, de alguna manera, para el primer tramo, el prolijo estudio llevado a cabo en su excelsa obra por Carlos Marcelo Villegas y Carlos Gilberto Villegas.-